■レポート———■

フェア･ディスクロージャーのルール化をめぐって

野村総合研究所 主席研究員
大崎　貞和

1．フェア・ディスクロージャー・ルール検討の背景

このほど内閣総理大臣の諮問機関である金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループが、上場企業と株主・投資家との建設的な対話に向けた制度改革に関する提言を取りまとめた（注1）。そこでは、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入が、検討課題の一つとして提起されている。

フェア・ディスクロージャー・ルールとは、公平・公正な情報開示に対する市場の信頼を確保するために、株式等の有価証券の発行者である上場企業等が、未公表の重要な内部情報を第三者に対して選択的に開示することを禁止するルールであり、諸外国において制度化されている。

〈目　次〉

1．フェア・ディスクロージャー・ルール検討の背景
2．米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの展開
3．今後の展望

すなわち米国では、2000年８月に証券取引委員会（SEC）の規則であるレギュレーションFD（Regulation Fair Disclosure）が制定された（注2）。また欧州では、2003年１月に採択された欧州連合（EU）の市場阻害行為指令（Market Abuse Directive）を受けて、例えば英国の場合、金融行為規制機構（FCA）の開示及び透明性規則（DTR: Disclosure Rules and Transparency Rules）において、発行者による未公表の内部情報の第三者への開示が原則として禁じられている（DTR 2.2.10）。

これに対して、日本では、金融商品取引業者（証券会社）が、上場企業等に関する未公表の情報で顧客の投資判断に影響を及ぼすよ

うなもの（法人関係情報）を提供して勧誘する行為が禁じられてはいるものの（金融商品取引法38条第７号、金融商品取引業等に関する内閣府令117条１項14号）、発行者に対して、フェア・ディスクロージャー・ルールのような規制が直接及ぼされているわけではない。

こうした中で、2015年12月に法人関係情報を顧客に伝達して株式の売買を勧誘したとして証券会社が金融庁による行政処分を受けたほか、一部の報道機関が決算短信の公表前に上場企業が公表する数値に近い業績予想を頻繁に提供しているといった指摘がなされたことなどから、規制のあり方の再検討が求められることとなったのである（注３）。

２．米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルールの展開

日本版フェア・ディスクロージャー・ルールの具体像はまだ明確になっていない。それだけに、将来の規制整備に向けて、先行する欧米の現状を確認しておくことは有益であろう。以下では、米国におけるレギュレーションFDの内容とその適用をめぐるこれまでの展開を紹介することとしたい。

⑴　レギュレーションFDとは

レギュレーションFDは、上場企業やその主要な役職員が、投資判断に影響を及ぼすような未公表の重要事実を機関投資家のファンドマネージャーや証券アナリスト等に対して選択的に開示することを禁じる規則である。上場企業等が、そうした開示を故意に行った場合には同時に、意図せずして行ってしまった場合には速やかに、開示した重要事実を一般に公表しなければならない。

但し、弁護士、会計士、投資銀行社員など上場企業に信認義務を負う者や守秘義務契約を締結した相手方、格付機関等への情報提供は規制の対象とはならない。また、選択的開示が禁じられる相手方は、「開示された重要事実に基づいて証券を売買することが合理的に予想される者」に限られるため、政府機関や報道機関等への情報提供も規制の対象とならないものと解釈されている。

米国のインサイダー取引をめぐる判例によれば、取引を行った者と上場企業との間に信認関係（fiduciary relationship）があるとか伝達された情報を不正に流用したといった事情がなければ、未公表情報を利用した取引であっても不正なインサイダー取引とはされない場合がある。そこでSECは、レギュレーションFDを制定して未公表の重要事実に該当する情報の流れをコントロールすることで、一般に知られていない情報を利用した取引を防止し、投資家間の情報の平等と公平性を確保しようとしたのである。

レギュレーションFDの施行によって、それまで広くみられた、証券アナリストが独自に作成した業績予想に対して上場企業の担当者が、未公表のデータに基づきつつ個別にコメントをするといった不透明な慣行は許容さ

れなくなった。

このため、同規則の導入は、自発的に業績予想数値を公表する企業の増加など、一般に開示される情報の質と量の向上につながると同時に、他方で、特に規則の施行直後には、多くの上場企業が機関投資家との一対一（one on one）のミーティングを一律に中止するなど、過剰反応とも言うべき現象も引き起こした（注4）。

⑵ 初期の適用状況

2000年10月のレギュレーションFD施行後、SECは、2002年から2005年にかけて7件の同規則違反を摘発し、民事制裁金の賦課や排除措置命令の発出請求などを行った（注5）。この中には、上場企業のCEOが業績に大きな影響を及ぼすような契約を締結したという事実を漏らしたケースや上場企業のCFOが証券会社のアナリストの作成した業績予想に対して数値が楽観的過ぎるといったコメントを加えたケースなどがあった。

これら摘発事案のほとんどは、違反を指摘された側がSECと和解して制裁を受け入れることで終結したが、SECとの和解に応じず正式訴訟に持ち込まれた一つのケースで、裁判所がSECの主張を全面的に退けるという結果となった（注6）。

この事件は、上場企業シーベル・システムズ社のCFOが、投資銀行主催の機関投資家向けミーティングにおいて、以前に公表していた事業環境認識と異なる説明を行ったとしてレギュレーションFD違反に問われたというものである。裁判所は、同CFOのミーティングにおける発言を一般に公開されたカンファレンス・コール（電話会議）における以前の発言と比較するなど詳細に検討した上で、それらの内容は実質的に異なるものではなく、CFOの発言は規則で禁じられた未公表の重要事実の選択的開示にはあたらないと判示したのである。

⑶ シーベル・システムズ事件以後

シーベル・システムズ事件で自らの主張を裁判所に否定されたことは、SECにとって大きな痛手となった。このことは、その後4年以上にわたって、SECがレギュレーションFD違反の摘発を一切行わなかったことに端的に表れている。

その後SECは、2009年のアメリカン・コマーシャル・エアラインズ（ACL）社の元CFOに対する訴訟提起を皮切りに、レギュレーションFD違反の摘発を再開した。2009年から2011年にかけて、少なくとも4件の摘発が行われており、これらの事案において問題視された上場企業等の行為は、次のようなものである（注7）。

① 上場企業のCFOが、週末に自宅から8人の証券アナリストに電子メールを送り、公表されていた会社の業績予想よりも、実績が低くなりそうだという見解を伝達した。

② 上場企業のCEOが、自社の業績予想の

下方修正を公表する前日に、ある投資顧問業者だけにその事実を伝達した。

③ 上場企業のCEOとCFOが、市場の業績予想を下方修正させようとして、証券アナリスト18人に対して、経済情勢が厳しくなっていることや同業他社の業績が予想を下回ったことなどを指摘するとともに、自社の公表情報に含まれていたネガティブな内容について注意を喚起した(注8)。

④ 上場企業である銀行が、優先出資証券を償還したが、償還が行われたという事実は保管振替機関であるDTCのウェブサイト上でパスワード保護をかけられた状態で明らかにされていた。その後、自行の株式の取引高が急増したことに気付いた銀行が、臨時報告書（8-K）を提出して当該償還の事実を開示した(注9)。

これらの事案をみると、SECによるレギュレーションFDの適用姿勢は、公開の場で話された文言や公表文との些細な違いや情報伝達時の企業関係者の表情にまで着目しながら、様々な行為を未公表の重要事実の伝達と決め付けるような傾向のあったシーベル・システムズ事件までの姿勢に比べれば、かなり穏当なものになったように思われる。また、上場企業の情報管理体制やコンプライアンス体制、違反に気付いた後の対応が的確であったかどうかといった点に着目しながら、訴追の対象者を限定したり、制裁の内容を民事制裁金支払までは求めず排除措置命令のみに止めたりするなど、上場企業を過度に萎縮させないための一定の配慮が払われるようになったようにも感じられる。

⑷ 最近の違反摘発事案

SECによるレギュレーションFD違反の摘発は、年1件か2件といった散発的なものにとどまる。以下では、ここ数年間で最も注目を集めた2013年9月の摘発事案の事実関係等をやや詳しめに紹介し、SECによる規則適用の姿勢を明らかにしたい。

これは、ナスダック市場上場企業F社のIR（インベスター・リレーションズ、投資家向け広報）担当課長（vice president）であったA氏が5万ドルの民事制裁金の支払いと排除措置命令の発出に応じることで和解が成立したという事案である(注10)。

F社は、太陽光発電施設建設など3件のプロジェクトをめぐる総額45億ドルの資金調達について、連邦エネルギー省（DOE）の債務保証プログラムに基づく保証を受けようとしていた。同プログラムは2011年9月末まで継続することになっていたが、証券アナリストの間では、3件のプロジェクトのうち最大規模の案件については、規制上の要件が厳しく保証を受けられないのではないかとの見通しがささやかれていた。

2011年9月13日に開催された公開のカンファレンスにおいて、F社のCEOは、三つのプロジェクト全てについてDOEによる債務保証が受けられることに自信を示した。ところ

が、その２日後、A氏を含むF社幹部は、DOEが三つのうち最大規模のプロジェクトについては保証を付さないことを決定したという事実を知った。しかし、この時点で直ちに当該事実を公表すれば、かえって市場を混乱させるとして、３件のプロジェクト全てについてのDOEの判断が出揃うまで、事実の公表を延期すべきだと判断した。

この頃、IR担当者であるA氏のもとへは、DOEによる債務保証が実施されるかどうかについて、証券アナリストや投資家から多数の問い合わせが寄せられていた。そこでA氏は、９月21日、30人以上のアナリストや投資家に対して個別に「３件のうち２件のプロジェクトについては債務保証を得られる可能性が高いが、最大規模の案件については、他の２つよりも可能性が低い」と述べた。また、少なくとも１人のアナリストと１人の機関投資家に対して、「保守的に考えるならば最大のプロジェクトについては債務保証を得られないと想定すべきだ」と伝達した。

21日の夕方には、A氏による情報伝達を反映したとみられる報道記事が現れ、F社の経営陣は、A氏が未公表の重要事実を選択的に開示してしまった可能性があるとの認識に至った。そこでF社は、22日の取引開始前に「最大規模のプロジェクトについてはDOEによる債務保証が受けられなかった」と正式に発表した。

以上の事実関係を踏まえてSECは、A氏が各プロジェクトについて債務保証を得られる可能性の高低にまで言及したことは未公表の重要事実の選択的開示にあたるとして、民事制裁金の賦課を決定した。

但し、制裁の対象はA氏個人とされ、法人としてのF社は対象とはならなかった。その理由としてSECは、F社が調査に対して協力的であったことに加え、レギュレーションFDに焦点を合わせたディスクロージャー委員会を社内に設けるなどコンプライアンスを重視する姿勢をとっていたこと、A氏による規則違反行為に気付くと直ちに情報を公表し、SECに対しても違反の事実を報告したこと、事件後、役職員に対するレギュレーションFD教育を行ったこと、などをあげた。

このように、制裁内容の決定にあたって上場企業の日頃の取り組みや違反に対する対応を勘案するSECの姿勢は、上場企業を過度に萎縮させまいとする前述のシーベル事件以降の流れを受け継いだものと言えるだろう。

⑸ SNSによる開示への適用

一方、SECは、2013年４月、上場企業やその幹部によるフェイスブックやツイッターといったソーシャル・メディア（SNS）を通じた情報発信へのレギュレーションFDの適用に関する見解を公表している（注11）。これは、上場企業N社とそのCEOであったB氏の行為をめぐるSECの調査結果を踏まえて作成されたものである。

N社は、インターネット動画配信などを行う上場企業であり、2012年１月、2011年第４

四半期（10～12月）のインターネット配信実績が述べ20億時間に達したと公表した。B氏は、この情報開示について、同社の収益は固定的な視聴料収入に依存しているが、延べ配信時間というデータは顧客が同社のサービスを実際にどの程度利用しているかを示す重要な指標であり、20億時間という数字は同社にとっての重要なマイルストーンだとの認識を明らかにした。

その後2012年７月３日、B氏は、フェイスブックの個人ページに「６月には当社の月間配信時間が初めて10億時間を超えた」という書き込みを行った（注12）。この記述は、書き込みが行われた１時間後にはIT関係のブログで取り上げられ、N社も同じ頃、一部の報道記者宛てに同じ内容を送信するなどしたが、通常のプレスリリース用のメイリング・リストでの情報配信は行われなかった。

日本法では、インサイダー取引規制にいう重要事実の「公表」方法が明確に定められているが、米国のSECは上場企業による重要事実の開示方法をできるだけ限定しないという方針をとっており、2008年には、上場企業のウェブサイト上での開示がレギュレーションFDに抵触しないためのガイダンスを公表している（注13）。

SECは、同ガイダンスにおいて、ウェブサイトが確立した情報伝達チャネルになっていれば開示手段として用いられるとし、そのために満たすべき要件を例示する一方、技術革新が続いていることを踏まえればガイダンス自体が柔軟であるべきだとして、電子メールによるアラートやRSSフィード、ブログなど、企業の公式ウェブサイト以外のメディアについても情報開示の手段として容認する姿勢を示していた。しかし、このガイダンスが、その後急速に普及したSNSに適用されるかどうかは、明らかではなかった。

こうした経緯を踏まえ、SECは、N社とB氏の行為に関する調査の結果、2008年のガイダンスに示された考え方がSNSにも適用されるべきだとし、上場企業がSNSを通じて重要事実を開示する場合には、当該メディアが確立した情報伝達チャネルとなっているかどうかを十分に検討する必要があるとの見解を明らかにしたのである。そして、その検討にあたっては、アドレスが有価証券報告書（10-K）で公表されているか、情報が常にアップデイトされているか等、従来のガイダンスに示されたウェブサイトに係る検討項目が参考にされるべきだと指摘した。また、上場企業がどのようなメディアを重要事実の開示に用いるかが、予め公表されていることが重要だとも指摘した。

その上でSECは、結論としてN社やB氏の行為はレギュレーションFD違反にはあたらないとし、制裁金の賦課等を求めないこととした。

実は、これはレギュレーションFDの適用をめぐるガイダンスに示されたSECの論理からすれば、やや意外な結論である。というのも、N社やB氏が、問題の書き込みを行う前

にフェイスブックを情報開示の手段として用いる方針を明らかにしていたという事実はない。むしろB氏は、問題の記述を行った時点より後の2012年12月には、「当社はフェイスブックやその他のSNSを投資家への重要事実の伝達手段としては使っていません」と述べてすらいた。

それにもかかわらず、SECがN社やB氏の行為をレギュレーションFD違反にあたるとは判断しなかった背景には、上場企業によるIT（情報技術）の積極的な活用に水を差したくないという政策的配慮があったように思われる。SECは、N社やB氏の「フライング」とも言えるような行為は不問に付す代わりに、今後のSNSの利用については、事前にそれを情報開示手段として用いることを明示するなど一定の手続きを踏むことを求めるという方針を選択したのだと、みることができるだろう。

3．今後の展望

上場企業は投資判断に影響するような重要な情報をフェア（公正・公平）に開示しなければならず、一般に公表することなく第三者に選択的に開示することは許されないというフェア・ディスクロージャーの考え方は、極めて理解しやすく、その正当性を頭から否定する向きはほとんどあるまい。

しかし、その至極当然とも言える考え方も、いざルール化するとなると、証券アナリストや機関投資家の正当な活動を阻害したり、報道の自由を制約したりするといった過剰規制に陥る危険を否定できない。

おりから日本では、政府の成長戦略の一環としてコーポレートガバナンス改革が進められており、上場企業と機関投資家との建設的な対話の重要性が強調されている。そうした中で、フェア・ディスクロージャーのルール化が、上場企業による積極的な情報発信に対する萎縮効果をもたらさないよう配慮することが必要である。

本稿で述べたように、米国では規制導入当初、そうした悪影響が現実のものとなったし、その後の規制の適用においても、当局は企業の開示姿勢が後ろ向きになることがないよう注意を払っている。

類似の規制が行われている英国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの存在が上場企業と機関投資家との対話に水を差すことが懸念されており、当局が複数の機関投資家と上場企業が意見を交わす集団的エンゲージメント（建設的対話）を促す観点から、同ルールはそうした行動を禁じる趣旨ではないと強調してはいる。しかし、それに対しても、実際にどこまで踏み込んだ対話が許容されるのかは不明確だとの指摘がなされている（注14）。

また、米国では、レギュレーションFD導入の理由として、上場企業やその関係者から未公表の重要事実を伝達された者によるインサイダー取引防止の必要性が強調された。こ

こで詳しく述べる余裕はないが、日米のインサイダー取引規制は、その基本的な考え方が大きく異なっており、米国での問題意識は日本法にそのまま当てはまるものではない。日本では、2013年の金融商品取引法改正で、未公表の重要事実の伝達行為自体が一定の場合に刑事罰をもって禁じられることとなったばかりだという事実も忘れてはなるまい。

今後のルール化へ向けた検討にあたっては、フェア・ディスクロージャー規制の対象となる情報や行為者、情報伝達先の範囲、規制違反に対する制裁の厳しさ（刑事罰、行政罰、取引所等の自主ルール違反等）などについて、様々な観点から慎重な検討が求められるだろう。

(注1) 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告「建設的な対話の促進に向けて」。なお、筆者は、金融審議会委員として同ワーキング・グループの議論に参加したが、本稿の内容は全て私見であり、ワーキング・グループや金融審議会の見解を代表するものではない。

(注2) 17 CFR Part 243（§§ 243.100 -243.103）. 詳しくは、大崎貞和・平松那須加「米国における選択的情報開示規制の強化」『資本市場クォータリー』4巻2号36頁（2000）参照。

(注3) 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ第3回会合議事録の田原企業開示課長発言。

(注4) 詳しくは、大崎貞和・平松那須加『求められる公平な情報開示』資本市場クォータリー臨時増刊（2001）参照。

(注5) 詳しくは、大崎貞和「レギュレーションFD違反に問われた初の事例」『資本市場クォータリー』6巻3号31頁（2003）参照、cf. Fisch, Jill E., "Regulation FD: An Alternative Approach to Addressing Information Asymmetry"（2013). Faculty Scholarship. Paper 407.

(注6) SEC v. Siebel Systems, Inc., 384 F. Supp. 2 d 694, 709（S.D.N.Y. 2005）. この判決を紹介した邦語文献として、野村亜紀子「レギュレーションFD違反をめぐるSECの主張を退けた地裁決定」『資本市場クォータリー』9巻2号54頁（2005）がある。

(注7) 詳しくは、前掲注5　Fisch論文参照。

(注8) この事案について、前掲注5　Fisch論文は、アナリストの業績予想を下方修正させるための組織的な行為だったとはいえ、シーベル・システムズ事件で示された裁判所の判断に照らせば、重要事実の伝達が行われたと解釈されるかどうかは微妙だと指摘し、SECの強気の摘発姿勢を示したものだと評価している。

(注9) DTCウェブサイト上の情報を閲覧できるIDやパスワードを保持している一部の関係者だけが情報を知ることができたという事実が、選択的情報開示に該当するとされたのである。

(注10) In re Lawrence D. Polizzotto, SEC Release No. 70337, September 6, 2013.

(注11) SEC, Release No. 34-69279, Report of Investigation Pursuant to Section 21（a）of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, April 2, 2013.

(注12) この数値を四半期に換算すれば、延べ30億時間となり、2011年第4四半期に比べて1.5倍に伸びたことになる。

(注13) SEC, Release No. 34-58288, Commission Guidance on the Use of Company Web Sites, August 7, 2008.

(注14) Chiu, Iris H. Y., The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism, Hart Publishing, 2010, p.159.